

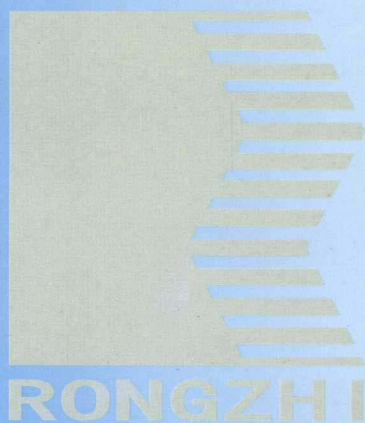
融智大学丛书

• 投资银行系列 •

丛书主编 董辅初

公司并购原理 与实务

杨飞 主编 张宗 副主编



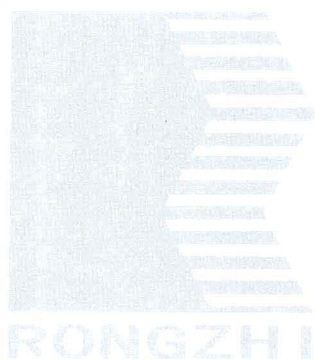
中央广播电视大学出版社

融智大学丛书

· 投资银行系列 ·

公司并购原理与实务

杨飞 主编 张宗 副主编



中央广播电视大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司并购原理与实务/杨飞主编. —北京: 中央广播电视大学出版社, 2005.4

(融智大学丛书·投资银行系列)

ISBN 7-304-03008-9

I. 公… II. 杨… III. 公司-企业合并-电视大学-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 030294 号

版权所有, 翻印必究。

融智大学丛书·投资银行系列

公司并购原理与实务

杨 飞 主 编

张 宗 副主编

出版·发行: 中央广播电视大学出版社

电话: 发行部: 010-68519502 总编室: 010-68182524

网址: <http://www.crtvup.com.cn>

地址: 北京市海淀区西四环中路 45 号

邮编: 100039

经销: 新华书店北京发行所

策划编辑: 李朔

责任编辑: 李朔

印刷: 北京密云胶印厂

印数: 0001-1000

版本: 2005 年 4 月第 1 版

2005 年 4 月第 1 次印刷

开本: 787×1092 1/16

印张: 23.25 字数: 462 千字

书号: ISBN 7-304-03008-9/F·464

定价: 40.00 元

(如有缺页或倒装, 本社负责退换)

融智大学丛书总编辑委员会

总 主 编：

董辅初 著名经济学家 教授 博士生导师

副总主编：

冯 并 经济日报社总编辑 传媒经济学家
朱相远 全国人大常委 民建中央副主席 经济学家
聂庆平 中国证券业协会秘书长 经济学家
常 清 中国期货业协会副会长 经济学家
赵宇辉 教授 资深传媒管理专家
童宛生 教授 资深期货专家
王 艺 金诚国际信用管理有限公司董事长 资深信用专家
毛振华 中国诚信信用管理有限公司董事长 资深信用专家
齐 亮 友邦华泰基金管理有限公司董事长 资深投行专家
王崇举 重庆工商大学校长 教授 计量经济学家
张 杰 证券日报社社长 总编辑 传媒经济学家
钱辉镜 中央广播电视大学出版社社长 传媒经济学家
张循礼 北京融智兴业投资管理有限公司总经理 投行专家

编 委：

王朝中 教授 融智研究发展中心研究员
庞 毅 教授 融智研究发展中心研究员
熊光远 教授 融智研究发展中心研究员
张继缅 教授 融智研究发展中心研究员
李 岳 教授 融智研究发展中心研究员
刘成碧 教授 融智研究发展中心研究员
肖 铁 重庆工商大学融智学院院长
许建钢 重庆工商大学融智学院常务副院长

融智大学丛书执行编辑委员会

执行总编：张循礼

执行副总编：王朝中 孙庆武 任 岩 杜 伟 李 辉

执行编委：庞 毅 熊光远 张继缅 李 岳 刘成碧

投资银行系列

主 编：齐 亮

执行主编：张循礼 庞 毅

总序

由计划经济转向市场经济是我国经济体制的根本转变，相应地，我国的经济理论也要发生根本的转变。改革前的经济理论是为了研究、论述、分析计划经济条件下如何配置社会资源以及如何运行、发展和管理。经济体制转变了，经济理论需要研究、论述、分析市场经济是如何配置社会资源以及如何运行、发展和管理的。过去我们把西方的经济理论称为资产阶级经济理论，将其完全排斥，实际上那是关于市场经济的经济理论，与计划经济自然是格格不入的。如今，我们的经济转向了市场经济，那些关于市场经济的经济理论当然也适用于我国了，因此，发达国家的大量的经济理论和著作被引入到我国。对计划经济下生活了很长时间的我们来说，这无疑是很帮助的，对于推进我国市场经济的建立、发展和完善起了重要的作用。但是我们也注意到，引入的那些经济理论也有不大适合我国国情的问題。虽然我国正在发展和完善市场经济，与其他国家的市场经济相比，从社会资源的配置方式、经济的运行机制看大体相同。但实际上，各国的市场经济彼此的差别还是存在的。而我国的市场经济与发达国家的市场经济相比差别更为明显，其中最主要的差别在于：

（一）发展程度和阶段不同。西方发达国家已经进入“后现代化时期”，那里的市场经济早已是现代的市场经济了。例如，金融极其发达，已深入到经济机体的各个细胞。举例而言，人们在日常生活中已很少使用现金，而是使用信用卡等金融工具。而我国的市场经济，离现代化还有相当长一段距离，金融业更是如此，现金仍是人们主要的支付手段。

（二）与市场的关系不同。例如，美国的市场经济更自由化，政府对市场的干预很少；而在日本、韩国的市场经济中政府的干预就较多。而在我国，至少在目前，政府的干预仍是很强的，远远强过西方发达国家。即使到将来，由于政治体制的不同，政府对市场的干预程度可能仍比许多国家强。

(三) 对外开放的程度不同。日本市场的对外开放程度就不及西方的发达国家。而在我国, 由于市场的对外开放是随着市场经济的发展和完善以及对市场的管理水平提升而逐步进行的, 因此不可能在短期内达到西方发达国家的水平, 虽然在加入世界贸易组织后, 这个进程明显加快了。

(四) 公平与效率的关系上不同。在市场经济中, 如何处理公平与效率的关系是共同关注的问题, 但各国对待这个问题的态度却有很大不同。例如, 与那些社会民主主义传统较强, 从而更注重公平的一些欧洲国家相比, 美国更注重效率。法国在战后实行社会主义市场经济, 与我们实行的社会主义市场经济很相似。所谓社会主义市场经济, 按我的解释, 就是社会主义加市场经济, 也就是社会公平加市场效率, 即社会公平与市场效率的结合。因为社会主义最本质的内涵就是实现社会公平。作为社会主义国家, 我国重视市场经济中的公平问题是理所当然的, 但在当前则仍以效率优先, 兼顾公平。

(五) 实施状况的不同。在市场经济中, 法制的作用在于为市场经济的运行创造良好的环境, 规范和维护市场运行的秩序并促进市场经济的发展。不同市场经济国家在法制上有其共同点, 同时又有差别。法制及其实施状况的不同影响着市场经济的运行和发展。例如, 美国在废除规定金融业分业经营的法律后, 才使金融业最终由分业经营转向混业经营。我国在转向市场经济的过程中法制建设也起着巨大的作用。但是, 我国的法制建设仍远不能适应市场经济规范运行和发展的需要, 市场中出现的许多问题都与法制不完善有关。

有鉴于此, 在借用从国外引入经济专业各类著作的同时, 需要编写适合于我国经济实际的教材和参考资料。这项工作许多高等学校都在做, 但确切地说是正在起步。因此, 融智研究发展中心也想为改变这种状况尽一份力量。

重庆工商大学的融智学院是由重庆工商大学、证券日报社和北京融智兴业投资管理有限公司三方合作于2001年组建的, 一所依托公立大学, 广泛吸纳社会办学资源, 按照新的办学模式和新的办学机制组建和运作的独立学院。学院开设了国内奇缺而又急需的一些新专业, 包括投资银行、证券投资、期货投资、信用管理、传媒经济、经纪人、保险等。在建立这些专业后, 教材建设和师资培养的问题, 成为必须解决和突破的瓶颈。单就这些专业而言, 从国外引入教材的不甚适用已如上述, 国内自编的教材不仅在内容上尚不能令人满意, 而且也不成系列。为此, 融智研究发展中心成立了编委会, 决定组织编写一套系列教材。这套教材与融智学院开设的各专业骨干课程相配套, 以满足学院教学的需要, 同时也可以作为其他高等院校相关专业和课程的教材, 还可以作为从事实务操作和理论研究人员的参考读物。第一批出版的共有六个系列, 二十八种教材, 即投资银行系列共五种、证券投资系列共五种、期货投资系列共五种、信用管理系列共五种、传媒经济系列共四种、经纪人系列共四种。今后, 随着市场经济的发展, 新

的专业、新的人才需求还会不断产生，丛书编委会将适时地推出为之服务的系列教材。

以往大学中经济管理类专业教材一般是由大学教师编写的，这对于经济理论课程如宏观经济学、微观经济学等而言是合适的；但对于实务性强的专业，特别是其中的实际操作课程，单由或者主要由大学教师来编写就有困难了。因为他们缺乏相应专业的实践，特别是实际操作的经验。鉴于此，该套丛书从编委会的组成到各本教材编著者的选聘，不仅考虑编著者的理论功底，而且特别注重他们的专业实践背景。也就是，必须从业内寻找理论功底厚实、从业经历丰富的专家担纲，把业内专家与大学教授结合起来。我们从各分编委的负责人就可以看到，他们大多受过系统的理论教育，获得博士学位，同时还多年从事有关行业的实际工作并有着丰富的实际操作经验。做这样的安排是希望通过这套教材，把教学与实践联系起来，把学生的学习与将来的就业联系起来，把专业的设置与社会发展的需要联系起来。

丛书注意知识学习的系统性，每个系列的教材均有四五种，基本囊括了该专业骨干课程的主要内容。在编写安排上，既考虑每本教材的相对独立和完整，又尽量避免与相关教材在内容上过多的交叉和重叠。每个系列的第一本多安排为概论性质的教材，以此来引领相应专业课程。这样的安排，不仅对在校学习的学生是必要的，而且对于在职人员的自学也是恰当的。

社会主义市场经济对于中国来说，是一次深刻的社会和历史变革；它必将极大地促进生产力的发展，增强我国的国力，提高广大人民的生活水平。只有掌握了现代市场经济理论，懂管理、会操作的复合型人才，才能够胜任发展和完善社会主义市场经济的历史使命。我们期盼着广大读者能从这套丛书中受益并取得事业的成功。

董辅初

2004年3月28日

序

投资银行业务最早诞生于资本市场的发源地英国，主要为企业利用资本市场进行直接融资活动提供必需的金融中介服务。初期的投资银行业务是由商业银行来完成的，并没有独立的组织形式。随着 19 世纪下半叶美国经济的快速崛起，美国的资本市场取得了前所未有的发展，直接融资活动空前活跃，融资规模不断扩大。在这一历史背景下，起源于英国的投资银行业务在美国得到不断创新和发展。20 世纪 20 年代，由于自由市场经济配置资源的固有缺欠，美国经济在经历了多年的高速发展之后，出现了因供给严重过剩导致的经济大萧条。为了防止自由市场经济配置资源的失误，防范宏观经济运行中的重大风险，美国在经济大萧条之后加强了经济立法。在金融领域，于 1933 年通过了著名的《格拉斯·斯蒂格尔法》，该法案对主要服务于间接融资的商业银行业务和主要服务于直接融资的投资银行业务进行了法律界定，明确规定这两类不同金融中介业务的分业经营和监管。至此，投资银行业务从商业银行中分离出来，有了独立的组织形式，形成金融服务领域中一个单独的行业。此后，投资银行业在美国快速发展，业务范围逐步扩展到所有主要的资本市场业务，包括证券承销、证券交易、企业购并、基金管理、风险投资，以及私募发行、衍生产品和咨询服务等其他业务。20 世纪 70 年代以来，随着金融市场全球化的发展，以及经济活动对金融中介服务要求的提高，投资银行与商业银行出现了界限模糊、渐行渐近的趋势。美国作为现代投资银行业的发源地，于 1999 年通过《金融服务现代化法》，废除了《格拉斯·斯蒂格尔法》的一些规定，投资银行逐步突破了传统业务范围，进入诸如清算结算等商业银行业务领域。这一发展趋势，正孕育着包括投资银行在内的金融变革。

第二次世界大战以后，美国投资银行的业务模式对新兴市场国家投资银行的诞生和发展产生了巨大的影响。我国的投资银行业与资本市场相伴，初创于 20 世纪 90 年代初，十几年来不断发展，在推动资本市场发展、高效合理配置资源、提高金融服务水平、加速国有企业改革、促进国民经济发展等方面发挥了十分重要的作用。需要指出的是，尽管投资银行这个词汇早已成为金融界的日常用语，但投资银行无论作为独立行业或单独业务，在我国都缺乏明确的理论界定，

常常只是业界内部长期以来约定俗成的用语。比如在证券行业内部论及投行业务时，一般仅仅特指券商所从事的与企业首发融资与再融资相关的证券承销业务，它与证券经纪业务和资产管理业务并列，是券商现有的三大支柱业务之一。与投资银行业务国际通行的理解相比，我国业界关于投资银行一词的用法所具有的内涵实在相去甚远。

从理论上讲，我国的投资银行业即指全部证券业，其组织形式即证券公司和基金管理公司。但从我国法规建设、行业监管以及业界实际运用等实际情况看，当我们论及投资银行业务时，如果采用我国证券监管部门和行业内部关于投资银行业务的约定俗成的狭义概念，能够方便理解有关的现行法规，方便业界内部沟通和实际工作。此外，鉴于重庆工商大学融智学院注重实务的办学原则，本丛书所涉及的投资银行，系指我国特有的狭义概念。这一点，编者谨请读者予以特别注意。

齐 亮

2004 年 5 月

目 录

第一篇 原 理 篇

2	第一章 导 论
3	第一节 公司并购的概念及其分类
8	第二节 公司并购的动因
13	第三节 成熟市场经济国家公司并购的历史回顾及其经验
19	第四节 国内公司的兼并与收购
30	第二章 公司并购的经济学解析
31	第一节 横向并购的经济学解释
34	第二节 纵向并购的经济学解释
38	第三节 混合并购的经济学解释
40	第四节 杠杆收购的经济学解释
43	第五节 兼并收购的其他经济学理论
46	第三章 公司并购的战略分析
47	第一节 公司发展的一般战略
53	第二节 公司并购的战略选择
57	第三节 公司并购与战略联盟

第二篇 策 略 篇

64	第四章 公司并购中的反收购策略
65	第一节 设计反收购策略的基本原则
66	第二节 常用的反收购策略
78	第五章 杠杆收购与管理层收购
79	第一节 杠杆收购概述

83	第二节	管理层收购概述
85	第三节	杠杆收购与管理层收购的理论分析
88	第四节	杠杆收购与管理层收购的实施
91	案 例	国内上市公司管理层收购案例分析

第三篇 实 务 篇

96	第六章	收购兼并中的尽职调查
97	第一节	尽职调查的范围
98	第二节	尽职调查报告的基本内容
122	第七章	目标公司的价值评估
123	第一节	公司价值评估的基本原理
127	第二节	公司价值评估方法的分类
134	第三节	公司并购中常用的价值评估方法及其应用
141	第八章	国内公司并购中的资产评估专题
142	第一节	资产评估概述
147	第二节	国内资产评估的管理与特点
154	案 例	网络公司价值评估方法
164	第九章	公司并购中的法律问题
165	第一节	公司并购中的法律关系概述
168	第二节	国有产权并购中的法律问题
175	第三节	涉及外资的并购中的法律问题
185	第四节	上市公司并购与重组中的法律问题
191	第十章	公司并购中的会计问题
192	第一节	公司并购会计处理的基本方法
199	第二节	商誉的会计处理
200	第三节	非货币性交易的会计处理
207	第四节	债务重组的会计处理
212	第十一章	公司并购中的税收问题
213	第一节	美国公司并购的相关税收问题简介
219	第二节	国内公司并购的税务问题

229	第三节	公司并购中的税务筹划
233	第十二章	公司并购中的支付方式与融资
234	第一节	公司并购中的支付方式
239	第二节	公司并购中的融资方式
242	第三节	国内公司并购中的支付方式与融资
247	第十三章	公司并购中的就业与养老金问题
248	第一节	公司并购中的就业问题
251	第二节	公司并购中的养老金问题
252	第三节	国内公司并购过程中的就业与养老金问题的特殊性
257	第十四章	公司并购后的整合
258	第一节	并购后组织的整合与管理
262	第二节	并购的经营战略整合
266	第三节	并购后人力资源的整合与管理
270	第四节	企业文化的整合与管理
274	案 例	GE 金融与美国运通的整合案例
279	第十五章	国内公司并购实务专题
280	第一节	公司并购中的中介机构
282	第二节	国内公司并购业务操作流程
287	第三节	借壳上市的基本运作程序
300	第四节	上市公司重大资产重组业务的程序与规范
309	案 例	中国重型汽车集团有限公司收购山东小鸭电器股份有限公司
324	第十六章	跨国并购
325	第一节	国际经营理论与跨国公司并购
329	第二节	跨国并购的现状与特征
334	第三节	跨国并购的发展趋势
337	第四节	跨国公司对中国公司的并购
344	第五节	中国公司的海外并购
348	参考文献	
353	后 记	

第一篇 原理篇

第一章 导 论

第二章 公司并购的经济学解析

第三章 公司并购的战略分析

RONGZH I

第一章 导 论

【本章提要】

根据不同标准，并购可以划分为多种类型，本书将并购分为横向并购、纵向并购与混合并购。公司并购的根本动因在于谋求核心能力的提升，从而获得在市场中的竞争优势。

并购在成熟市场经济国家已经有了近二百年的历史，特别在美国，已经经历了五次并购浪潮并呈现出一定的特点与发展趋势。在经济全球化不断深入的今天，探讨国际范围内公司并购的趋势与特点，对我们研究、把握并购的方向以及具体并购业务的开展无疑都有一定的借鉴意义。

国内公司并购的发展是与市场经济体制改革的进程相伴随的，并且随着体制改革的不断深化，其深度、广度与创新也日益扩展和丰富。由于国有企业在国民经济发展中的重要地位，国内公司间的并购也呈现出自己的特点，并且这些特点在上市公司并购中得到了集中体现。

【关 键 词】

兼并 收购 并购 杠杆收购 管理层收购 善意收购
敌意收购 公开要约收购 协议收购 横向并购 纵向并购
混合并购 核心竞争力

第一节 公司并购的概念及其分类

一、兼并与收购

兼并与收购 (Mergers & Acquisitions, 简称 M&A) 都是企业产权变动的基本形式, 是一种极为复杂的企业行为, 牵涉到一系列相互关联而又彼此区别的名词与术语, 并且在不同的背景下又会产生不同的理解。根据著名的《大不列颠百科全书》, 兼并是指“两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业, 通常由一家占优势的公司吸收另一家或更多的公司”; 收购则指“一家公司用现金、股票或债券购买另一家公司的股票或资产, 以获得对该公司 (或者称为目标公司) 本身或其资产实际控制权的行为”^①。

从上述定义看, 兼并发生于两个以上的企业之间, 是由两个或两个以上的实体形成一个经济单位的交易。其基本特征是兼并行为一旦成立, 被兼并企业^② (目标公司) 原有的法人资格即告结束, 被兼并企业不再存在。收购则意味着一家公司的部分或全部股票或资产被购买者拥有, 收购方 (并购公司) 获得对目标公司的控股权, 而目标公司则被纳入到收购方的公司体系中。

相对于兼并而言, 公司间的收购行为显得更常用些。但由于无论兼并还是收购以后, 目标公司一般都会发生重大的结构性变化, 所以尽管从法律角度看, 兼并与收购存在较大差异, 但随着并购现象的日益增多及其不断向广泛和纵深推进, 并购已经成为企业经常性的活动, 已成为经济、法律方面的常用语, 因此无论在理论研究还是在实践领域兼并与收购通常都被统称为并购 (M&A)。

二、并购的分类

按照不同的标准, 公司间的并购行为可以划分为多种不同的类型。

(一) 现金收购、杠杆收购和换股收购

按并购的支付方式划分, 并购分为现金收购、杠杆收购和换股收购。其中,

^① 廖民生著:《中国跨国公司的发展战略》, 10页, 北京, 经济科学出版社, 2001; 王亦平、马强著:《公司法理与并购运作》, 631~634页, 北京, 人民法院出版社, 1999。

^② 本书所称的“收购公司”、“收购方”或“并购公司”具有相同的含义, 都是指并购中占主动的一方; 而“目标公司”、“被兼并方”、“被收购公司”、“被收购方”等含义相同, 指并购活动中处于被动的一方——编者注。

现金收购、杠杆收购可以合称为现金收购，而换股收购则可称为非现金收购。

现金收购是指以现金作为并购时的支付方式。这里的现金是会计学意义上所指的广义现金，其形式包括库存现金、银行存款以及其他符合现金定义的票证，如银行汇票、支票或现金付款证书等。

杠杆收购，又称为举债收购或融资收购，指收购方以目标公司的资产及未来收益作抵押，通过大规模的融资借款对目标公司进行收购。杠杆收购中，通常是收购者设立一个新公司（SPC，意为“特殊目的公司”或“壳”公司）来收购目标公司的股票，随后立即将被收购公司与新设立的公司合并在一起，经过重组用被收购公司资产或未来收益还债。根据主要投资人的不同，杠杆收购又可细分为管理层收购和员工持股收购。管理层收购（Management Buy-outs，简称MBO）、员工持股收购（Employee Buy-outs，简称EBO）等都属于杠杆收购。前者指以目标公司的管理层为主要投资人，通过借贷融资的综合手段，收购本公司的股权。后者指由本企业职工（有时也指与管理层一起）通过借贷融资的综合手段，收购本公司的股权。

换股收购，又称为“纸对纸交易”，是指并购方向目标公司的股东发行股票，由目标公司的股东将其所持有的目标公司的股票作为对价交付给收购方，并从收购方取得收购方所发行的股票；或者目标公司的股东将目标公司的资产折算成一定数量的收购方股份，将该资产交付给收购方并从收购方取得相应数量的收购方的股票，其结果是收购方取得了目标公司的股票或资产成了目标公司的控股股东，目标公司的一些原股东成了收购方的一些新股东。

如1998年10月，清华同方（600100）吸收合并山东鲁颖电子案例中，前者向后者的股东定向发行人民币普通股（即A股），按照1:1.8的换股比例（即1股清华同方普通股换取1.8股鲁颖电子股份），换取鲁颖电子股东所持有的全部股份，鲁颖电子的法人地位消失。合并后，清华同方原股东占存续公司（合并后的清华同方）的91.63%，鲁颖电子股东占8.37%。

（二）直接收购和间接并购

按是否通过中介机构，并购分为直接收购与间接并购。

直接收购，指不通过中介机构，由收购公司直接向目标公司提出并购要求，双方通过一定的程序进行磋商，共同商定完成收购的各项条件，并进而在协议约定的条件下实现公司并购。

间接并购，指收购方不直接向目标公司提出并购要求，而是经由中介机构完成公司的并购。

值得说明的是，此处“间接并购”的本意是指通过中介机构而开展的并购，与并购方通过收购或控制目标公司的控股股东以收购目标公司而形成的“间接收